



**You have downloaded a document from
RE-BUS
repository of the University of Silesia in Katowice**

Title: Swoiste źródła prawa rynku kapitałowego

Author: Anna Lichosik

Citation style: Lichosik Anna. (2015). Swoiste źródła prawa rynku kapitałowego W: B. Dolnicki (red.), "Swoiste źródła prawa" (s. 87-97). Katowice : Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego.



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersYTET ŚLĄSKI
W KATOWICACH



Biblioteka
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki
i Szkolnictwa Wyższego

Anna Lichosik

Swoiste źródła prawa rynku kapitałowego

Wprowadzenie

Prawo rynku kapitałowego to zespół norm, które wywodzą się z różnych źródeł, jak również mają zróżnicowany charakter prawny. Wskazuje się, że z uwagi na praktyczne aspekty, jak i przy uwzględnieniu wielu argumentów teoretycznoprawnych należałoby przyjąć, że prawo rynku kapitałowego stanowi wyodrębnioną gałąź prawa. Stanowisko takie w głównej mierze stanowi konsekwencję znaczenia gospodarczego rynku kapitałowego, a nie przyjętych poglądów doktryny¹.

Rynek kapitałowy nie jest pojęciem natury prawnej czy prawniczej. Genezy tego pojęcia należy upatrywać w nauce ekonomii i finansów, co jednak nie oznacza, że jest to pojęcie indyferentne prawnie, bowiem rynek kapitałowy również stanowi przedmiot zainteresowania ustawodawcy. Samo pojęcie rynku kapitałowego jest niejednokrotnie wykorzystywane w treści aktów prawnych. Przy czym występują poważne różnice pomiędzy rozumieniem tego pojęcia na gruncie nauki finansów a jego rozumieniem na gruncie regulacji prawnych².

W polskiej doktrynie prawa nie ma jeszcze do końca sprecyzowanej siatki pojęciowej odnoszącej się do prawa rynku kapitałowego. Samo pojęcie prawa rynku kapitałowego uważa się za pojęcie szersze od prawa obrotu instrumentami finansowymi. Stanowi to konsekwencję faktu, że regulacje obrotu instrumentami finansowymi mają głównie charakter cywilnoprawny, z pewnymi elementami administracyjnoprawnymi

¹ A. CHŁOPECKI, w: *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych*. Red. A. SZUMAŃSKI. T. 19. Warszawa 2006, s. 749.

² M. WIERZBOWSKI, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Red. M. WIERZBOWSKI, P. WAJDA, L. SOBOLEWSKI. Warszawa 2012, s. 547.

i prawnokarnymi. Jednakże nie zawierają one postanowień o charakterze organizacyjno-konstrukcyjnym, np. zasad tworzenia oraz funkcjonowania domów maklerskich, giełdy, funduszy inwestycyjnych czy emerytalnych³.

W doktrynie przyjmuje się, że prawo rynku kapitałowego stanowi dziedzinę odrębną od prawa rynku finansowego; rynek kapitałowy jest zakresowo węższy od rynku finansowego. Prawo rynku finansowego obejmuje również sferę prawa bankowego, prawa ubezpieczeniowego czy rynku pieniężnego⁴. Źródłem tych terminów są powszechnie przyjęte konwencje językowe, które nie wynikają z normatywnych podziałów wprowadzonych przez prawodawcę. Z uwagi na brak ustawowego zdefiniowania pojęcia prawa rynku kapitałowego stanowi ono termin nie do końca jednoznaczny. Wobec tego pojęcie to jest bliskie zarówno prawu cywilnemu (w jego wąskim rozumieniu), jak i prawu handlowemu, jednak bez wątplenia stanowi wyodrębnioną dziedzinę prawa⁵.

Prawo rynku kapitałowego jest dziedziną o dużym stopniu interdyscyplinarności i pomimo że elementy prawa prywatnego (bardzo często o semiimperatywnym charakterze) dominują nad regulacjami np. administracyjnoprawnymi i prawnokarnymi, to jednak rola tych ostatnich jest znaczna. Natomiast konstrukcje cywilnoprawne występujące na rynku kapitałowym wyznaczają kierunek oraz cel określonych regulacji publicznoprawnych, których główną funkcją jest wzmocnienie bezpieczeństwa uczestników obrotu na rynku kapitałowym poprzez stworzenie jego ram organizacyjno-prawnych, a także wprowadzenie sankcji administracyjnoprawnych i karnoprawnych za naruszanie reguł obrotu. Wobec tego funkcja regulacji administracyjnoprawnych jest z pewnością doniosła, jednakże normy te pełnią rolę służebną wobec regulacji cywilnoprawnej⁶.

Źródła prawa rynku kapitałowego

Trzon polskiej regulacji prawa rynku kapitałowego⁷ stanowią: Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi⁸, Ustawa

³ A. CHŁOPECKI, w: *System Prawa Prywatnego...*, s. 757.

⁴ Ibidem, s. 750.

⁵ Ibidem, s. 940.

⁶ Ibidem.

⁷ Zob. materiały informacyjne KPWiG: *Nowe regulacje rynku kapitałowego — najważniejsze zmiany i ich konsekwencje dla uczestników obrotu*. Warszawa 2005, s. 3.

⁸ Dz.U.2014.94 (tekst jedn.), dalej jako: ObrInstrFinU.

z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁹, a także Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym¹⁰. W drugiej połowie 2006 r. weszła w życie kolejna ustawa dotycząca rynku finansowego, a w konsekwencji również rynku kapitałowego, tj. ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym¹¹.

Wprowadzenie wyżej wymienionych ustaw miało na celu dostosowanie polskiego prawa do regulacji unijnych. Ustawy te w szczególności dokonują transpozycji następujących dyrektyw unijnych:

- dyrektywy Rady 93/6/EWG z 15.03.1993 r. w sprawie adekwatności kapitałowej przedsiębiorstw inwestycyjnych i instytucji kredytowych¹²;
- dyrektywy Rady 93/22/EWG z 10.05.1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych¹³;
- dyrektywy 97/9/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 3.03.1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów¹⁴;
- dyrektywy 2000/64/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 7.11.2000 r. zmieniającej dyrektywy 85/611/EWG, 92/49/EWG, 92/96/EWG oraz 93/22/EWG w odniesieniu do wymiany informacji z państwami trzecimi¹⁵;
- dyrektywy 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.05.2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji¹⁶;
- dyrektywy 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 16.12.2002 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego i zmieniającej dyrektywy Rady 73/239/EWG, 79/267/EWG, 92/49/EWG, 92/96/EWG, 93/6/EWG i 93/22/EWG oraz dyrektywy 98/78/WE i 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady¹⁷;
- dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.01.2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku)¹⁸;

⁹ Dz.U. 2013.1382 (tekst jedn.), dalej jako: ustawa o ofercie publicznej lub w skrócie OfertaPubU.

¹⁰ Dz.U. 2005.183.1537, ze zm., dalej jako: NadzRKapU.

¹¹ Dz.U. 2012.1149 (tekst jedn.), dalej jako: NadzRFinU.

¹² Dz.Urz. WE L 141 z 11.06.1993 r., s. 1.

¹³ Ibidem, s. 27.

¹⁴ Dz.Urz. WE L 84 z 26.03.1997 r., s. 22.

¹⁵ Dz.Urz. WE L 290 z 17.11.2000 r.

¹⁶ Dz.Urz. WE L 184 z 6.07.2001 r., s. 1.

¹⁷ Dz.Urz. WE L 35 z 11.02.2003 r., s. 1.

¹⁸ Dz.Urz. WE L 96 z 12.04.2003 r., s. 16.

- dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4.11.2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE¹⁹;
- dyrektywy Komisji 2003/124/WE z 22.12.2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku²⁰;
- dyrektywy Komisji 2003/125/WE z 22.12.2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie uczciwego przedstawiania zaleceń inwestycyjnych oraz ujawniania konfliktów interesów²¹;
- dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie ofert przyjęcia²²;
- dyrektywy Komisji 2004/72/WE z 29.04.2004 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach²³;
- dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15.12.2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym, oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE²⁴;
- dyrektywy Komisji 2007/14/WE z 8.03.2007 r. ustanawiającej szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym²⁵;
- dyrektywy 2010/73/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z 24.11.2010 r. zmieniającej dyrektywę 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę 2004/109/WE w spra-

¹⁹ Dz.Urz. WE L 345 z 31.12.2003 r.

²⁰ Dz.Urz. WE L 339 z 24.12.2003 r., s. 70.

²¹ Dz.Urz. WE L 339 z 24.12.2003 r., s. 73.

²² Dz.Urz. UE L 142 z 30.04.2004 r.; Dz.Urz. UE Polskie wydanie specjalne, rozdz. 17, t. 2, str. 20.

²³ Dz.Urz. UE L 162 z 30.04.2004 r., s. 70.

²⁴ Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004 r., s. 38.

²⁵ Dz.Urz. UE L 69 z 9.03.2007 r., s. 27.

wie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym²⁶.

Zakres przedmiotowy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi wskazuje, że reguluje ona zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie²⁷. Zawarty w niej słownik ustawowy definiuje pojęcia podstawowe dla rynku kapitałowego, w tym przede wszystkim: instrumenty finansowe, obrót zorganizowany, obrót wtórny, alternatywny system obrotu, subemisję usługową i inwestycyjną, rynek pieniężny, instrumenty rynku pieniężnego, instrumenty pochodne, firmę inwestycyjną itd. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi wprowadza również normatywny podział na obrót wtórny i pierwotny, reguluje kwestie związane z funkcjonowaniem rynku regulowanego (giełdowego i pozagiełdowego), wprowadza tzw. zakaz manipulacji oraz określa tzw. przyjęte praktyki rynkowe²⁸. Spod regulacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi *ex lege* zostały wyłączone takie rodzaje papierów wartościowych, jak weksle²⁹ i чеки³⁰.

Zakres przedmiotowy ustawy o ofercie publicznej obejmuje zasady i warunki dokonywania oferty publicznej papierów wartościowych oraz ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, obowiązki emitentów papierów wartościowych i innych podmiotów uczestniczących w obrocie tymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi, skutki uzyskania statusu spółki publicznej oraz szczególne prawa i obowiązki związane z posiadaniem i obrotem akcjami takich spółek³¹. Regulacje dotyczące tych obowiązków oraz skutków uzyskania statusu spółki publicznej i szczególnych praw oraz obowiązków związanych z posiadaniem akcji i obrotem nimi znajdują się także w pozostałych ustawach, i tak np. kwestie dotyczące informacji

²⁶ Dz.Urz. UE L 327 z 11.12.2010 r., s. 1.

²⁷ Zob. art. 1 ObrInstrFinU.

²⁸ Zob. R. Blicharz: *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce*. Bydgoszcz—Katowice 2009, s. 23.

²⁹ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. Prawo wekslowe, Dz.U. 1936.37.282 z późn. zm.

³⁰ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. Prawo czekowe, Dz.U. 1936.37.283 z późn. zm.

³¹ Por. A. Chłopecki: *Publiczny obrót i instrumenty finansowe — redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*. „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 11, s. 38; K. Wojciechowska: *Nowe regulacje w prawie rynku kapitałowego — najważniejsze zmiany*. „Edukacja Prawnicza” 2006, nr 2, s. 25.

poufnych uregulowane są również w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi³².

Przedmiotem regulacji ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym jest przede wszystkim postępowanie kontrolne i wyjaśniające oraz niektóre uprawnienia nadzorcze Komisji Nadzoru Finansowego, cel oraz zadania Komisji, zakres podmiotowy sprawowanego przez nią nadzoru, a także sposób wymiany informacji między Komisją i organami nadzoru działającymi w innych państwach.

Przywołane wcześniej ustawy wzajemnie do siebie odsyłają oraz posługują się tą samą terminologią, zatem użyte terminy w zakresie rynku kapitałowego mają to samo znaczenie we wszystkich wymienionych ustawach³³.

Jednakże te cztery ustawy nie regulują całości problematyki. Do aktów uzupełniających podstawową regulację prawa rynku kapitałowego należy zaliczyć przede wszystkim Ustawę z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych³⁴ oraz Ustawę z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych³⁵. Do źródeł szeroko rozumianego prawa rynku kapitałowego zalicza się ponadto: Ustawę z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych³⁶, Ustawę z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach³⁷, Ustawę z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych³⁸, Ustawę z dnia 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego³⁹, czy Ustawę z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych⁴⁰. Wśród powszechnie obowiązujących źródeł prawa, poza aktami rangi ustawowej w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego, w tym działalności Komisji Nadzoru Finansowego, zastosowanie znajdują także liczne akty wykonawcze, przede wszystkim rozporządzenia Ministra Finansów.

Charakter tych norm jest zróżnicowany, bowiem prawo rynku kapitałowego zawiera zarówno normy o charakterze cywilnoprawnym, administracyjnoprawnym, jak i prawnokarnym, które są ze sobą ściśle powiązane. Ponadto na obszarze prawa rynku kapitałowego można do-

³² Art. 154 i n. ObrInstrFinU.

³³ M. WIERZBOWSKI, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 3.

³⁴ Dz.U. 2014.157 (tekst jedn.).

³⁵ Dz.U. 2014.197 (tekst jedn.).

³⁶ Dz.U. 2013.1030 (tekst jedn.).

³⁷ Dz.U. 2001.120.1300 (tekst jedn.).

³⁸ Dz.U. 2003.99.919 (tekst jedn.).

³⁹ Dz.U. 2005.83.719 z późn. zm.

⁴⁰ Dz.U. 2013.989 (tekst jedn.).

strzec znaczny wpływ norm administracyjnoprawnych na sferę prawa prywatnego⁴¹.

Analizując specyfikę prawa rynku kapitałowego, trudno mówić o przeważającej roli którejś z tych kategorii norm, pomimo że statystycznie najwięcej jest norm administracyjnoprawnych, które w zróżnicowany sposób ingerują w sferę prawa cywilnego.

Swoiste źródła prawa

Charakterystyczną cechą regulacji publicznego obrotu, ze względu na sposób organizacji rynku kapitałowego, jest znaczna rola regulacji kontraktowych, przybierających postać regulaminów. Jednak funkcja tych regulaminów w praktyce wykracza poza funkcję „zwykłego” wzorca kontraktowego⁴², bowiem mają one szczególne znaczenie, przybierając postać „nietypowych” źródeł prawa⁴³.

Regulaminy te, wydawane przez podmioty będące spółkami handlowymi, które organizują obrót, podlegają z reguły zatwierdzaniu w całości, jak i ich zmian, przez Komisję. Charakter taki mają np. regulaminy spółek prowadzących rynek regulowany giełdowy⁴⁴ oraz pozagiełdowy, a także Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.⁴⁵ Pomimo że regulaminy te ze względu na treść art. 87 Konstytucji RP⁴⁶ nie stanowią źródeł powszechnie obowiązującego prawa, w istotny sposób kształtują zasady obrotu, jak i stosunki prawne występujące w ramach rynku kapitałowego. Jak wskazuje Rafał Blicharz, stanowią one odrębną, prawnie niejednoznaczną kategorię „źródeł” publicznego prawa gospodarczego, zatem również prawa rynku kapitałowego⁴⁷. Charakterystyczną cechą tych regulaminów jest fakt, że określają one relacje kontraktowe nie tylko między podmiotami, które je wydały, a ich kontrahentami, ale również

⁴¹ A. CHŁOPECKI, w: *System prawa prywatnego...*, s. 757.

⁴² Ibidem, s. 758.

⁴³ R. Blicharz: *Instytucje prawa rynku kapitałowego*. Toruń 2013, s. 15.

⁴⁴ Na przykład regulamin giełdy wydawany jest na podstawie art. 28 ust. 1 ObrInstrFinU, a jego obligatoryjną treść określa art. 28 ust. 2 ObrInstrFinU. Natomiast w myśl art. 29 ObrInstrFinU dokonywanie zmian w regulaminie wymaga zgody Komisji.

⁴⁵ Przykłady innych tego typu źródeł w publicznym prawie gospodarczym to: przyjęte praktyki rynkowe ustanawiane przez Komisję Nadzoru Finansowego, niektóre uchwały organów NBP, taryfy ustanawiane przez URE czy tabele wynagrodzeń ustalane przez Komisję Prawa Autorskiego (por. R. Blicharz: *Instytucje prawa rynku kapitałowego...*, s. 15).

⁴⁶ Dz.U. z 1997 r. nr 78, poz. 483 z późn. zm.

⁴⁷ R. Blicharz: *Instytucje prawa rynku kapitałowego...*, s. 15.

między podmiotami, do których się stosują, a ich z kolei kontrahentami⁴⁸. Wobec tego mają one wpływ na prawa i obowiązki osób trzecich, tj. na inne osoby niż znajdujące się strukturze organizacyjnej podległej lub zależnej od podmiotu, który je ustanowił⁴⁹.

Regulacje te nie należą do kategorii aktów prawa wewnętrznego, nie są też powszechnie obowiązującymi normami, bowiem nie zostały wymienione w zamkniętym katalogu takich źródeł prawa, zawartym w Konstytucji RP. Te w pewnym sensie pozanormatywne⁵⁰ źródła wzorców zachowań, które kreują standardy postępowania, w ostatnim czasie zyskują na popularności⁵¹. Pomagają wzmocnić zaufanie klientów do podmiotów przestrzegających takich norm, które częstokroć wyznaczają standardy postępowania na określonym rynku⁵².

Charakter prawny regulaminów wydawanych przez podmioty, które organizują obrót, jest kontrowersyjny. Mianowicie nie mieszczą się one w żadnej z dwóch kategorii źródeł prawa, tj. powszechnie obowiązujących ani aktów prawa wewnętrznego. Problem klasyfikacji prawnej przywołanych tu swoistych źródeł prawa rynku kapitałowego, a szerzej publicznego prawa gospodarczego, został stosunkowo wcześniej dostrzeżony, bowiem w czasie funkcjonowania nieistniejącej już Komisji Nadzoru Bankowego (KNB) czy nieistniejącej już Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG). Charakter prawny tych aktów był różnie argumentowany⁵³. W myśl jednej z koncepcji uchwały KNB, a odpowiednio niektóre uchwały KPWiG, były tylko aktami wewnętrznymi⁵⁴. Zdaniem Cezarego Kosikowskiego takie akty są rodzajem aktów wykonawczych; nazywa je on aktami organizacji lub aktami kierownictwa wewnętrznego, z zastrzeżeniem, że akty organizacyjne opierać się mogą na generalnej normie kompetencyjnej lub też mieć charakter samoistny⁵⁵. Zgodnie z inną koncepcją uchwały KPWiG oraz KNB stanowiły tzw.

⁴⁸ Na przykład regulamin giełdy, który wiąże giełdę i dom maklerski, a w praktyce jest źródłem regulacji dla domów maklerskich, które zawierają transakcje pomiędzy sobą na giełdzie, a nie z giełdą — chociaż oczywiście na podstawie umowy z giełdą. Jak również w zasadniczy sposób wpływa na treść umów zawieranych pomiędzy domami maklerskimi a ich klientami (zob. A. CHŁOPECKI, w: *System prawa prywatnego...*, s. 758).

⁴⁹ Zob. R. BŁICHARZ: *Instytucje prawa rynku kapitałowego...*, s. 15.

⁵⁰ Choć w większości przypadków powszechnie obowiązujące źródła prawa przewidują ich wydawanie (ibidem, s. 15).

⁵¹ Zob. S. RUDOLF, w: *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*. Łódź 2006.

⁵² L. SOBOLEWSKI, w: *Prawo gospodarcze i handlowe*. T. 4: *Prawo papierów wartościowych*. Red. S. WŁODYKA. Warszawa 2004, s. 888 i n.

⁵³ Por. R. BŁICHARZ: *Instytucje prawa rynku kapitałowego...*, s. 16.

⁵⁴ Zob. R. BŁICHARZ: *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego...*, s. 204.

⁵⁵ Zob. C. KOSIKOWSKI: *Publiczne prawo gospodarcze Polski i Unii Europejskiej*. Warszawa 2010, s. 75–76.

ogólne akty stosowania prawa, które mogły być wydawane w ramach stosowania prawa. Tak rozumiane uchwały tych organów były aktami normatywnymi, o charakterze władczym, także w stosunkach administracyjnoprawnych zewnętrznych, jeżeli ich wydawanie było niezbędne do realizacji zadań publicznoprawnych nałożonych na te podmioty. Warto przy tym zaznaczyć, że ogólne akty stosowania prawa nie były jednak traktowane jako źródło prawa powszechnie obowiązującego, lecz jedynie jako wykonanie uprawnień administracyjnych, mieszczące się w ramach art. 7 Konstytucji RP, i jako takie traktowane były jako przykład prawnych form działania administracji⁵⁶.

Dodatkowo jako pomocnicze źródła informacji o mechanizmach funkcjonowania rynku kapitałowego wymienić można także różnego rodzaju regulacje pozaustawowe, a również niemające charakteru normatywnego, np. tzw. etyki zawodowe⁵⁷. Do tej kategorii źródeł należą: Zasady Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców, Zasady Dobrej Praktyki Bankowej Związku Banków Polskich, Kodeks Postępowania Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, Podstawowe Zasady Dobrej Praktyki oraz Współpracy Zakładów Ubezpieczeń z Brokerami, Zasady Etyki Działalności Ubezpieczeniowej czy uznawane praktyki lub zwyczaje⁵⁸. Niektóre z nich tworzone są indywidualnie przez określone środowiska, inne powstają w procesie konsultacji z Komisją Nadzoru Finansowego bądź też są przez nią zatwierdzane⁵⁹.

Podsumowanie

Jak się wydaje, można mówić o quasi-normatywnym charakterze omawianych tu regulaminów. Wynika to z faktu, że mają one uniwersalny charakter i stosuje się je do wszystkich kategorii uczestników obrotu.

⁵⁶ Tak M. KULESA: *Źródła prawa i przepisy administracyjne w świetle nowej Konstytucji*. „Państwo i Prawo” 1998, z. 2, s. 12.

⁵⁷ R. Blicharz: *Instytucje prawa rynku kapitałowego...*, s. 17.

⁵⁸ Zob. J. Grabowski: *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*. Warszawa 1996, s. 198.

⁵⁹ Zob. Standardy Izby Domów Maklerskich: Standard oceny adekwatności usługi maklerskiej, Standard regulacji dotyczący zasad inwestowania na rachunek własny przez członków organów, pracowników i podmioty powiązane z domem maklerskim, Standard wyciągu z karty umowy, Kodeks Dobrej Praktyki Domów Maklerskich. Podobne unormowania dotyczące spółek akcyjnych, zwłaszcza spółek publicznych, zawarte są w tzw. Dobrych Praktykach. Powołany został także Komitet Dobrych Praktyk Forum *Corporate Governance*, w skład którego wchodzi Przewodniczący KNF.

Co więcej, zawierają one normy abstrakcyjno-generalne, a w każdym razie normy, które z legislacyjnego punktu widzenia są w taki sposób sformułowane⁶⁰. Fakt, że ogólne warunki umów czerpią swoją moc obowiązania z woli jednego podmiotu, nie oznacza, że ta akceptacja ze strony prawodawcy pozwala zaliczyć ogólne warunki umów do aktów prawotwórczych w ich dotychczasowym rozumieniu⁶¹.

Wątpliwości może budzić określenie sposobu regulacji działania organów giełdy. Można bowiem stwierdzić, że ich oddziaływanie z funkcjonalnego punktu widzenia ma charakter aktu administracyjnego, który co do zasady wydawany jest przez organy administracji publicznej. Uchwała organu spółki prowadzącej rynek giełdowy jest aktem jednostronnie rozstrzygającym w sposób władczy o sytuacji prawnej konkretnego podmiotu w danej sprawie. Jednak brak wyraźnej regulacji w tym zakresie utrudnia ocenę charakteru wydawanego aktu, a co za tym idzie, możliwości jego wzruszenia w ramach postępowania sądowoadministracyjnego. Dodatkowo sytuację komplikuje fakt, że giełda jest specyficznym, ale jednak podmiotem prawa prywatnego, który swoje działania opiera na wewnętrznym akcie, chociaż zatwierdzonym przez Komisję, tj. regulaminie giełdy, który nie mieści się w ramach katalogu norm prawa powszechnie obowiązującego, tj. art. 87 Konstytucji RP⁶².

Do dnia dzisiejszego problem charakteru prawnego swoistych źródeł prawa nie doczekał się jednoznacznej regulacji. Stan taki zdaje się potwierdzać pojawiający się w literaturze postulat wprowadzenia nowego ujęcia systemu źródeł prawa, o których mowa w Konstytucji RP⁶³.

⁶⁰ Por. S. BIERNAT, w: *Prawo papierów wartościowych*. Red. S. WŁODYKA. Kraków 1995, s. 249.

⁶¹ A. CHŁOPECKI, w: *System Prawa Prywatnego...*, s. 940.

⁶² Ibidem, s. 774.

⁶³ Podobnie: R. Blicharz: *Instytucje prawa rynku kapitałowego...*, s. 17.

Anna Lichosik

Specific sources of the law of the capital market

Summary

The main purpose of this article is to introduce the issue of the nature of sources of the law of the capital market. The legal nature of these standards is diverse and comprises both universally binding sources of law referred to in Art. 87 of the Constitution, as well as contractual arrangements that do not have such a character. These regulations within the framework of the capital market take the form of regulations issued by subjects which organize trading. These regulations significantly shape both rules of trading and legal relations occurring in the capital market. Nevertheless, due to

the fact that these rules are contractual regulations, there is a problem with the legal classification of these types of documents, hence they are referred to as specific sources of the law of the capital market, or in a wider sense — public economic law.

Keywords: capital market, sources of law, regulations

Anna Lichosik

Eigenartige Quellen des Kapitalmarktes

Zusammenfassung

Das Hauptziel des Artikels ist, den Charakter von den Rechtsquellen des Kapitalmarktes zu schildern. Die Rechtsnatur der Normen ist differenziert und umfasst sowohl allgemein gültige Rechtsquellen, die im 87. Kapitel der Verfassung der Republik Polen genannt werden, als auch die Vertragsregelungen. Im Rahmen des Kapitalmarktes nehmen diese Regelungen die Form der von Umsatzveranstaltern herausgegebenen Ordnungen an. Die Ordnungen setzen die Umsatzprinzipien und die auf dem Kapitalmarkt geltenden Rechtsverhältnisse fest. Da aber diese Regelungen die Verträge betreffen, ist es schwer, solche Ordnungen rechtlich zu klassifizieren, deshalb werden sie als eigenartige Rechtsquellen des Kapitalmarktes, und im Großen und Ganzen des öffentlichen Wirtschaftsrechtes, bezeichnet.

Schlüsselwörter: Kapitalmarkt, Rechtsquellen, Ordnungen